

学校编码: 10384

学号: 32120111150569

分类号__密级__

UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国上市公司现金持有量的影响因素研究

An Empirical Research on the Determinants of Cash
Holdings for the Firms Listed in China

陈翩翩

指导教师姓名: 吴世农教授

专 业 名 称: 财务学

论文提交日期:

论文答辩时间:

学位授予日期:

答辩委员会主席:

评阅人:

2014 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

Myers (1996) 提出现金持有政策是财务学界的十大难题之一, 确定合理的现金持有水平关乎企业的生存力、竞争力和长远发展。自 2008 年金融危机后, “现金为王”的思想更加受到了企业管理者和投资者的关注。作为微观经济主体, 企业的现金持有政策实际上受到公司层面、行业层面和宏观层面因素的共同影响。

本文选取 2001 年到 2012 年 1742 家 A 股上市公司为样本, 采用 OLS 回归分析方法, 实证研究了财务特征, 特别是负债和营运资本需求对现金持有量的影响, 并结合行业因素和宏观经济因素, 对不同行业的现金持有量及其影响因素、不同宏观环境和宏观调控政策下现金持有量及其影响因素进行研究。

全文分为五章: 第一章阐述研究背景、研究框架和可能的创新点; 第二章回顾了现金持有的理论, 并对以往实证研究进行梳理、总结和简要评述; 第三章进行理论分析, 提出假设, 建立模型; 第四章从财务特征、行业特征和宏观经济特征三方面研究现金持有量的影响因素; 第五章总结全文, 指出论文可能的创新点、不足和未来研究方向。

本文的主要结论包括: (1) 负债率与现金持有量并不是简单的“线性反比关系”, 而是呈现“非线性的关系”, 其中: 资产负债率与现金持有量成 L 型关系, 有息负债率与现金持有量成 U 型关系; (2) 商业信用债比例与现金持有量正相关, 商业信用债比例较高, 说明企业的 OPM 战略得到有效实施, 导致其现金持有水平较高; (3) 营运资本需求与现金持有量负相关, 并且, 当有息负债率较高时, 企业防止财务困境发生的预防性动机会减弱营运资本需求对现金的负向关系; (4) 行业间现金持有量存在显著差异, 高新技术企业的现金持有量较高; 不同行业的现金持有量影响因素不同, 其中, 负债和营运资本需求是主要影响因素; (5) 经济衰退时, 企业提高现金持有量, 并且相对于国有控股企业, 非国有控股企业现金持有量提高幅度更大, 表明企业在经济衰退时增加现金持有以抵御风险, 非国有控股企业由于融资相对困难, 现金持有量提高幅度更大; 货

币政策宽松时，企业提高现金持有量，表明企业现金持有受到货币政策松紧程度的影响。

本文的研究在一定程度上丰富了中国制度背景下现金持有量影响因素的研究成果，从实践上为公司管理层、投资者、债权人和监管部门提供新的思考角度，为企业合理安排负债和营运资本政策，适应宏观经济环境和经济政策，并确定合理的现金持有量提供依据。

关键词：现金持有；负债；营运资本；行业特征；宏观经济

Abstract

Myers (1996) proposed that how to determine the optimal firm cash holdings is one of the ten puzzles unsolved in financial research field. Determining a reasonable cash holding level is extremely important for the viability, competitiveness and strategic development of a company. Since the 2008 financial crisis, “cash is king” is being paid more and more attention from corporate managers and investors. As a micro-economic individual, a firm’s cash holding policy actually is affected by factors of corporate level, industry level and macro level.

Using the OLS cross-sectional regression method, this paper conducts an empirical study of 1742 A-share listed companies in the 2001-2012 periods. We empirically study the effects of financial characteristics, specifically debt and working capital requirements on cash holdings, combining industrial factors and macroeconomic factors. We explore the issues of cash holding levels and their determinants among different industries and under different macroeconomic circumstances.

There are five sections in this paper: in section 1, I introduce the research background, research framework and potential innovations; section 2 reviews the literature and empirical studies related to cash holdings and gives a brief summary; section 3 presents theoretic analysis, hypothesis and model-buildings; in section 4, I empirically study the determinants of cash holdings from financial characteristics, industrial characteristics and macroeconomics features; section 5 summarizes this paper, points out the potential innovations, deficiencies and research orientations in the future.

The main conclusions include: (1) the impacts of leverage on corporate cash holdings is “non-monotonic” rather than simple “linear negative”: the relationship of total leverage and cash holdings is L type, while the relationship of financial leverage and cash holdings is U type; (2) commercial credit debt ratio has a significant positive effect on cash holdings, and the higher the commercial credit debt ratio is, indicating

the OPM strategy implements efficiently, the higher cash holding level is; (3) working capital requirements (WCR) have a negative effect on cash holdings, but when the financial leverage is relatively high, the negative effect of working capital requirements on cash holdings weakens; (4) cash holding levels are significant different among industries, in which high-tech companies hold more cash, although determinants of cash holdings vary with industries, leverage and working capital requirements are the main factors; (5) when the economy slumps, firms will increase cash holdings, especially in non-state controlled companies, indicating that firms accumulate cash reserves to avoid risk and non-state controlled companies increase their cash reserves much more because of financing constraints; when the government conducts loose monetary policy, corporate cash holdings increases, indicating that corporate cash holdings are affected by the looseness of monetary policy.

This paper to some degree enriches the research results of determinants on cash holdings under the Chinese institutional background, providing a fresh insight for corporate managers, investors, creditors and regulatory authorities. At the same time, the study provides implications for corporate to rationally arrange debt and working capital and adapt to macroeconomic environment and related economic policies thus holding an optimal cash holding levels.

Key words: Cash Holdings; Leverage; Working Capital; Industrial Characteristics; Macroeconomics

目 录

第一章 绪论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 研究框架	4
第三节 可能的创新	5
第二章 文献综述	6
第一节 现金持有理论研究	6
一、 现金持有动机	7
二、 权衡理论	7
三、 优序融资理论	8
四、 代理理论	9
第二节 现金持有影响因素的实证研究	9
一、 微观因素对现金持有量的影响	10
二、 行业因素对现金持有量的影响	13
三、 宏观因素对现金持有量的影响	15
四、 文献汇总	16
第三节 研究进展评述	18
第三章 研究设计	19
第一节 理论分析与研究假设	19
一、 财务特征对现金持有量的影响	19
二、 行业特征对现金持有量的影响	23
三、 宏观经济对现金持有量的影响	23
第二节 样本选择与数据来源	24
第三节 变量定义与模型设计	25
一、 被解释变量	25

二、 解释变量和控制变量	25
三、 模型和研究思路	28
第四章 实证结果及分析	31
第一节 描述性统计分析	31
一、 现金持有量描述性统计分析	31
二、 解释变量描述性统计分析	35
三、 控制变量描述性统计分析	39
第二节 相关性分析	40
第三节 实证结果及分析	42
一、 财务特征对现金持有量的影响	42
二、 行业特征对现金持有量的影响	49
三、 宏观经济对现金持有量的影响	53
第四节 稳健性检验	59
第五章 结论和展望	61
第一节 研究结论和可能的创新	61
第二节 研究不足和展望	62
参考文献	64
攻读硕士学位期间的科研成果	69
致 谢	70

Contents

Chapter 1	Introduction	1
1.1	Background.....	1
1.2	Research Framework	3
1.3	Potential Innovations	4
Chapter 2	Literature Review.	6
2.1	Theory Research of Cash Holdings.....	6
2.1.1	The Motives of Cash Holdings	7
2.1.2	The Tradeoff Theory	7
2.1.3	The Pecking Order Theory.....	8
2.1.4	The Agency Cost Theory.....	9
2.2	Empirical Research of Determinants of Cash Holdings	9
2.2.1	The Effects of Micro Factors on Cash Holdings	10
2.2.2	The Effects of Industrial Factors on Cash Holdings	13
2.2.3	The Effects of Macro Factors on Cash Holdings.....	15
2.2.4	Summary of Research	16
2.3	Review of the Literature	18
Chapter 3	Research Design	19
3.1	Theoretical Analysis and Hypothesis.....	19
3.1.1	The Effects of Financial Characteristics on Cash Holdings	22
3.1.2	The Effects of Industrial Characteristics on Cash Holdings	23
3.1.3	The Effects of Macroeconomics Characteristics on Cash Holdings	23
3.2	Sample and Data	24
3.3	Variables Definition and Models	25
3.3.1	Dependent Variables	25
3.3.2	Independent Variables and Control Variables	25

3.3.3 Models and Research Method.....	28
Chapter 4 Empirical Results and Analysis	31
4.1 Descriptive Statistics Analysis	31
4.1.1 Descriptive Statistics Analysis of Cash Holdings.....	31
4.1.2 Descriptive Statistics Analysis of Independent Variables	35
4.1.3 Descriptive Statistics Analysis of Control Variables	39
4.2 Correlation Analysis.....	40
4.3 Empirical Results and Analysis	42
4.3.1 The Effects of Financial Characteristics on Cash Holdings	42
4.3.2 The Effects of Industrial Characteristics on Cash Holdings	49
4.3.3 The Effects of Macroeconomics Characteristics on Cash Holdings ...	53
4.4 Robust Test	59
Chapter 5 Conclusions and Future Orientations	61
5.1 Conclusions and Potential Innovations	61
5.2 Deficiency and Future Orientations.....	62
Reference	64
Research during Master Period	69
Acknowledgements.	70

第一章 绪论

第一节 问题的提出

2008 年全球金融风暴来临，香港经济也走入严峻的寒冬，大部分投资者的资产大幅缩水，华人首富李嘉诚控股的公司股票市值也缩水上千亿港元，但李嘉诚仍然对他旗下公司的业务充满信心，那么李嘉诚的自信究竟源于哪里？面对金融危机，他的过冬策略是什么？

首先，坚持“现金为王”的投资策略¹。2008 年初，李嘉诚旗下的公司多次抛售手中的物业与楼盘，积累了大量现金，其中 70% 以现金形式保有，另外 30% 投资国债，资产的流动性非常强。从 2013 年 8 月至今，短短 8 个月内，李氏家族已经出售位于广州等地的四处房地产，套现资金接近 180 亿元。无论是 2008 年金融危机之时，还是如今的后金融危机时代，李嘉诚都坚持谨慎的投资策略和“现金为王”的理念。

其次，控制负债。李嘉诚曾说过，现金和公司负债是他一贯最注重的一环。与经历过大萧条的李兆基（地产大亨）、郑裕彤（珠宝大王）和郭炳湘（地产大亨）一样，李嘉诚十分注重控制公司的负债比例，例如和记黄埔的资本负债比例（负债除以资本）仅为 15%，而同期内地上市公司的资本负债比例在 100% 到 300% 之间。

由此可以看出，低负债和高现金是李嘉诚“过冬的棉袄”。

李嘉诚对金融危机的风险控制策略给我们带来两点思考：在金融危机之时，企业会普遍的提高现金持有量吗？公司的负债率和现金持有量之间是否存在某种关系？

首先，高现金不仅仅是李嘉诚一个人的“过冬棉袄”，事实上，美国的一项调查显示 90% 的企业财务执行官认为，增加现金持有量、加强流动性资金管理是

¹ 郎咸平. 李嘉诚怎么过冬[J]. 商周刊, 2009, 06: 80. 李嘉诚的另外一大策略是投资多元化，选择互补的行业进行投资。

企业应对金融危机的有效措施。而研究中国的 A 股上市公司发现，现金持有量与 GDP 增长率确实存在负向的趋势，如图 1-1 中的左图所示，在 GDP 增长放缓时，现金持有量提高。

其次，较为有趣的是，图 1-1 中的右图显示，2007 年后我国上市公司资产负债率普遍下降，现金持有量与资产负债率也成相反的走势。

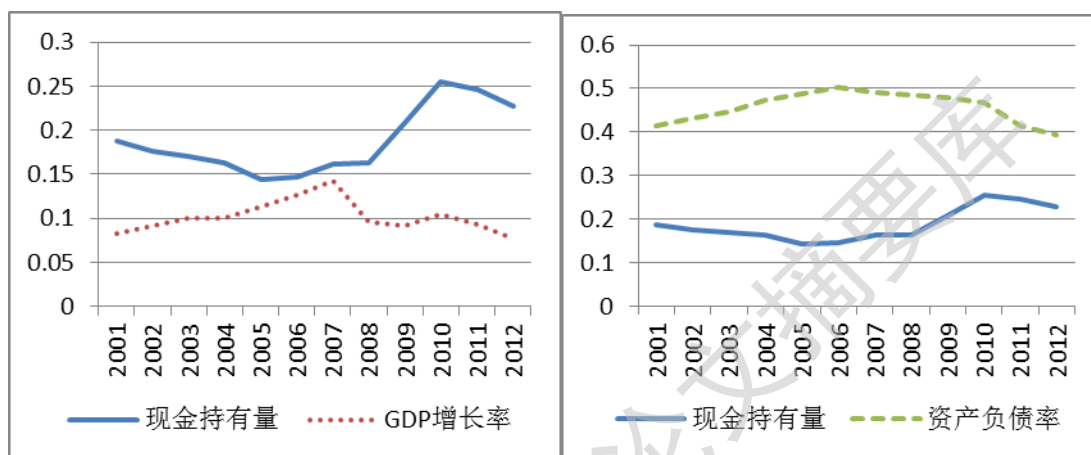


图 1-1 现金持有量与资产负债率和 GDP 增长率的时间趋势²

从学术界来看，Opler 等（1999）是研究现金持有量影响因素的开山鼻祖，他们发现现金持有量与企业的杠杆水平、净营运资本、公司规模等因素负相关，而与未来投资机会、现金流不确定性和信息不对称程度等因素正相关。后续的学者（Ditmar 等，2003；Guney 等，2007）通过实证研究也得到一些有价值的结论。

从实业界来看，有不少支持负债水平和现金持有量呈相反趋势的案例。贵州茅台（600519）是高现金和低负债的典型代表，2013 年年末其货币资金占总资产比重达 45%，但资产负债率仅为 24%，有息负债率为 0。华锦股份（000059）则是低现金和高负债的代表，作为一家生产和销售石油及化工产品的公司，2013 年年末现金及等价物占总资产比重仅为 9%，而资产负债率却高达 75%。

尽管大部分企业实行高负债、低现金或是低负债、高现金的财务政策，然而，也有公司实行高负债和高现金的财务政策，如苏宁云商（002024），其在 2009

² 现金持有量=现金及等价物/总资产。公司为剔除金融类（I）、地产类（J）和综合类（M）的其余 A 股上市公司，按证监会 2001 行业分类标准。数据来源于国泰安数据库。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库